

黄金大师课加餐9：详解过去十年里的黄金波动——通胀-利率之间的速度差组合

戳此加入学习付鹏的[《黄金投资大师课》](#)

加餐9：详解过去十年里的黄金波动——通胀-利率之间的速度差组合

本期内容首发于[《付鹏说》2019年5月27日链接](#)



付
鹏

黄金大牛市 即将新高！

一堂课掌握分析框架与实战策略

限时特价·马上订阅



东北证券首席经济学家

本期提要

- 1、拆解影响黄金的两个变量：通胀预期和利率前瞻性变动预期

本期内容

今天我们细细地拆解一下影响黄金的两个变量。

之前在《付鹏说》和公众号日记里都跟大家讲过，关于黄金的重点是看两个核心的变量：一个是通胀的前瞻预期，另外一个是利率的前瞻性变动预期。我们可以把它拆分成两个核心的变量，也就是说，对于黄金来讲，影响很大的两个因素分别是通胀和利率。

传统意义上来说，通胀和利率之间是有一个正向关系的，但是在这个关系中存在一个速率的问题，也就是谁快谁慢的问题。影响通胀和利率变动预期这两个值的因素，尤其是利率端，我们其实能够直接看答案，也就是TIPS——通胀保值债券，也就是下面这张图的灰色的线。



大部分时间黄金的整体趋势是随着通胀保值债券在走，那么我们把它拆分出来，看一看通胀和利率之间的关系。

刚才我讲过了，我们实际上还得考虑影响利率端的变量，它的原理不仅仅是通胀了要加息，或者说不通胀了要降息，没那么简单。第一，有时候甚至通胀预期不强的时候，也需要央行货币政策做出加息的预估；第二，对于利率来讲，市场化的利率就不是我们所说的加息或者降息了，实际上就是债券。而对于债券来讲，还得考虑一个carry trading套息的问题。在2016年年初的那波黄金上涨的过程中，更多的反映的就是这个变量。

把TIPS通胀保值债券拆分一下，实际上就得到了两个变量：一个隐含着通胀，实际上就是美国的各个期限结构的盈亏平衡，也就是损益平衡的通胀率，它是一个预期；然后另外一个跟利率变动相关的，我们就直接用美国十年期债券。这样的话我们就可以通过损益平衡的通胀率和美债来看一下过去通胀和利率的变动的情况。

在2008年金融危机的过程中，我解释过为什么黄金在这个过程中不是防风险的，相反，它的价格实际上是下跌的。这和传统意义上讲的那句话不同——“出大事情的时候黄金是防风险的”，这种话其实就是忽悠老百姓和普通投资者就好了。在系统的框架中，对于黄金的解释一定是建立在通胀和利率变动的速率差上面，也就是为什么会看到TIPS债券的收益率出现过大涨和价格的大跌。

我们上面分析了一下，在2008年金融危机的影响下可以看得很清楚，准确说通胀变动的速率是非常大的，就是说通胀预期大幅度减弱转成了通缩。但是我们可以看到，在这个过程中，央行货币政策或者说美国十年期债券收益率肯定也是下行的。但是在速率方面我们可以看到，通胀预期大幅度减弱的速度其实要比十年期利率下行的幅度要大很多，所以说在速率差上，其实对黄金影响更大的因素来自于通胀预期的大幅度减弱。

在上面图中左边是用得比较多的数字，就是美国的消费物价指数CPI、PCE的价格指数，还有我选择的一个中性的五年期的损益平衡通胀率，基本上可以看到这是2008年金融危机的表现，所以说在2008年的过程中更多地表现出的是通胀预期的大幅度减弱，并且我们说长端利率下行的幅度从三点几大概掉到了1.56，相对来说十年期幅度要比通胀预期要弱，所以导致的是TIPS通胀保值债券隐含的收益率在大幅度的增加，所以导致了黄金的下跌。

那么之后有一个rebound的反弹，其实这跟2009年开始通胀预期的一个大幅度反弹是有关系的，所以说这个阶段中更多的是在这个变量中影响。那么第二阶段应该是2009年3月份开始以后，黄金在2009年的3月份开始创出新高、开始往上走，这个时候大概从一千美金开始了往将近两千美金上涨的这波行情。那么我们可以分段的看一看，第一段一直到大概1200左右，再到2012年的三季度左右这个过程中，美债十年期收益率变动并不大，更多的是通胀继续地走高，所以可以说这个时候一直到1200左右，影响作用明显的变量仍然是通胀超预期的回归。

那么到了第三阶段的时候，我们可以看到黄金价格的大幅度的上涨，但基本逻辑，在2010年到2012年，这其中包含了欧债危机，其实从原则上来讲，美国仍然在调结构。所以由于欧债危机的出现，实际上可以看到全球在这个时候有了一点点这种开始确定的迹象。当然了美联储在这个过程中仍然处在一个观察期，对结构的观察期、对衔接性产能的观察期，所以我们可以看到大概从美债收益率从3.9左右大概跌到了1.5左右。

这个过程中隐含的是美国经济结构仍然低迷的状况，但是由于大量的全球套息的因素拽着长端利率在下行，美联储也在不断地进行量化宽松，QE也在压低长端利率水平，所以在这个过程中，实际上损益平衡通胀率相对来讲是比较稳定的，也就是说在这个阶段中，是通胀预期在走高，但是由于套息QE欧债危机，应该说两个路径，QE是一个内生性的路径，那么第二个路径是来自于欧债危机带来的current trading的套息。

所以美国的长端债券收益率的持续下行其实造就了过去十年里边黄金最大的一波行情，大概从1200最高的时候涨到将近1800美金，这差不多有600美金，将近50%的一个涨幅，这个幅度其实是跟债券高度相关的。那么到了2012年以后，我们看到黄金技术实际上在2011年的三季度到2012年基本上维持在了一个相对的高位。在这之后我们看到了2013年的大幅度的下跌，2013年的跌幅其实也大概从1700跌到了1200左右，跌了500美金，这个幅度其实蛮大的。

其实相对来讲通胀预期还算是比较地稳定，但是又是一个债券收益率的大幅度上行，这个时候其实美国已经开始流露出一些加息的迹象，然后美国的真实利率水平其实我已经开始大幅度的抬升，所以当美债收益率从1.5第一次抬高到将近3的水平的时候，对于黄金最大的承压也出现，可以说从1200到1800又从1700跌回到1200的过程，其实这两波从原则上来讲，跟通胀因素变量关系不大，更多是源自于对于债券的反应。而债券端一开始隐含的是一个QE到后面逐步退出的过程。

2014年之后，我们看到比较明显的油价下跌，2014年的黄金价格整体在1200几，在横盘，在这个地方出现了第一波的油价下跌，油价一下跌以后通胀预期值开始出现了一个大幅度的下滑。

当时中国的问题开始暴露出来，基本上一直到2016年的年初起，我们更多的看到是一个非常中性的答案，就是通胀也在走弱，美债长端利率其实也在走弱，所以整个对于黄金来讲，速率的问题变成了慢慢的下跌过程，大概从1200滑到了1000左右。这个过程中其实波动是比较大的，相对来讲不叫波动大，是“跌3退2，跌三退2.5”这样一个幅度，在这个过程中，通胀加上利率的变动，两者之间应该都发生了这样的一个因素。

2015年年底的时候，全球的量化宽松开始产生，但是美国的经济在2015年油价下跌了以后，从真实利率的上升变成真正意义上的加息。当美国开始进入到加息的时候，在这中间有一小波是美债收益率已经上来了，或者说美债收益已经在大概2%左右已经开始企稳，但是通胀预期还在往下走，这个时候其实黄金仍然是继续小幅承压。

直到2016年年初出现了通胀预期的好转，美债收益率下行，那这个组合其实对于黄金就形成了在过去的4、5年里最大的一波行情，从1000干到1400左右，这个组合实际上就是通胀的恢复和长端利率下行。

但这个里边的长端利率下行的结果跟之前的不一样。2016年的长端利率下行的结果更多的只是由于欧洲的负利率导致的推定套息引发的。而真实的美国加息的路径，从2012年的年底持续到2014年、2015年，这都是美国真正意义上长段加息的过程，但中间的全球影响对它还是有的。

倒过来我们看看左侧美国的一些通胀数据，在2015年2016年的15年的过程中，我们能够看到非常明显的分税率。当然了2016年的通胀快速起来，除了跟国际市场上油价有关系以外，当然跟中国的供给侧改革也是有关系的，同时还跟它自身的内生性的结构性出清，闲置性产能有关系。所以说美国实际上经历了这么的一个实质的过程，也带来了在2015年和2016年的两个不同的影响。

基本上来讲从2016、2017、2018年看，美国通胀都保持着上升趋势，利率处在一个加息的过程，由于美联储的加息动作很快，美国盈亏平衡隐含的通胀率甚至说还是略微的低于2012年的情况，但这个过程中利率的变动实际上幅度是非常大的，接近了3.1%。所以这个过程中整体来讲利率变动都是大于通胀的上行幅度。后边就变成了整体对黄金的承压过程，当然中间的速率变动谁快谁慢就形成了后边的这个行情的持续。

去年年底我觉得这是一个非常重要的一个转折点，黄金大概从1200以下开始攀升到1300以下，虽然波动幅度很小，但是它隐含的实际上是通胀还保持的相对稳定，但已经在逐渐放缓了，但是相对稳定。美债的长端下行速度很快，现在接近2.32，美债收益率下行很快，所以这样的话拖着黄金有了一波行情。

但是进入到今年的3、4月份以后，第一黄金的上涨停滞了，通胀保值债券停滞了，两者之间的速度差也就停滞了。换句话说，虽然美债收益率从2.5现在滑落到2.3290，理论上来讲债券收益率下行，如果说通胀预期仍然保持，黄金应该是进一步上行，有重大突破。但实际上黄金陷入到了一个震荡，这里面其实很大的动力被通胀预期抵消掉。事实上讲，通胀预期在全球角度来讲是有一个放缓的迹象。

通过整个的分析，其实可以让我们清晰的去预判后面的行情。第一波动率现在很低了，所以就是做一个波动率策略。如果现在非要选择方向，不论是暴涨还是暴跌，其实所有答案都是在通胀和利率变动上，后面的答案也一样。如果说是因为全球经济的放缓拖累产生系统性风险，而美国保持它的闲置性产能的出清油价不出现类似于这种50%以上跌幅，也就是我们假设通胀稳定，但是利率大幅度下行，这个肯定是对黄金有利的。

利率下行中有两种可能性，第一是因为美国的因素，美国经济的放缓。但如果是美国因素的话，虽然说美债长端收益率会下行，但是担心通胀因素也会下行，就类似于二季度我们看到的情况。这种情况下的组合其实对黄金来讲是非常中性的，并不会有真正意义上的行情。我们可能更希望看到的是美债的收益率下行，更多的是由于其他国家的恶化或者风险性事件的恶化导致的套息交易，拉动了长端利率的下行。

如果是这种情况的话，美国的通胀可能就不会下行得那么快，通胀会保持平稳。如果是出现这种情况的话，就是去年四季度的这种行情对黄金是有利的，而这个黄金是有弊的，所以这里边的速度段直接决定方向的因素。

但是无论是哪个速度，我觉得当下来讲，无论是美国的通胀水平也好，或者叫美国经济也好，美国利率也好，全球环境也好，风险视野环境也好，似乎都存在着往左或往右的迅速转向的可能性。这个过程中建议波动率为先，以历史为参考，去观察未来这两个变量的变化，再去寻找方向。

但是假设条件基本上已经看得清楚了，是美国出事还是外面出事。如果美国仍然保持着“我好你差”的格局，甚至说我稍微差一点你差得更多，这个答案其实出来可能都是完全不一样的。

今天跟大家分享到这么多关于黄金的内容，其实解释得蛮多的，但核心都是绕不开关于通胀预期和利率预期变动之间的差的框架。也希望大家有时间的话可以把过去关于黄金的内容，还有包括日记里的内容可以多看看多想想。应该说对大家会非常有用，谢谢大家。

- E N D -

黄金投资思维特训

搭建FICC视角下的黄金投资方法论

一、黄金大师课概览与框架

1.1 黄金大师课概览

1.2 黄金大师课框架

二、资本市场的成熟化与投资启示

2.1 黄金历史价格走势复盘

2.2 黄金中观框架：实际利率

2.3 黄金：历史的天空回顾——隐形通货膨胀税

2.4 黄金：历史的天空回顾——石油危机与利率约束

2.5 黄金：历史的天空回顾——布雷顿森林体系崩溃

2.6 美国企业债务杠杆问题

2.7 美国财富的累积与分配

2.8 透过财政赤字看美国社会的核心问题

2.9 利率的终结导致美国社会阶层固化

三、黄金宏观分析框架与历史复盘

3.1 黄金宏观框架：债务与信用

3.2 透过美国四大部门杠杆看债务与信用

3.3 美国信用问题与债务货币化

3.4 日本和中国的四大部门杠杆

3.5 黄金分析框架与路径总结

四、黄金与其他资产的分析框架

4.1 黄金租赁利率

4.2 黄金与日元：套息交易下的反馈机制

4.3 黄金与其他资产的比价、传导关系

五、黄金交易层面的注意事项

5.1 黄金CFTC持仓分析

5.2 商品交易层面方法论上的思考

六、白银分析框架与交易策略

6.1白银基本面分析的特殊性

6.2商品的实货交易与风险对冲